

Noviembre 2022

Índice

Way to go	1
Asignación de activos	3
Resultados	13
Desempeño	14
Valorizaciones	15

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años *
	Oct	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio * **	
TAACo	1.1%	-8.0%	-19.6%	-19.7%	-1.5%	0.2%	2.7%	6.0%	9.9%
Benchmark	1.2%	-8.8%	-22.4%	-22.7%	-2.9%	-0.9%	1.8%	4.1%	9.5%
Out/Underperformance (bps)	-5	75	278	291	144	106	99	192	
Acciones	3.5%	-8.7%	-24.1%	-24.2%	0.2%	0.4%	4.1%	3.8%	14.5%
Benchmark	3.2%	-9.5%	-25.1%	-25.4%	-0.2%	0.1%	3.8%	3.1%	14.4%
Renta Fija	-1.0%	-7.7%	-18.9%	-19.2%	-5.4%	-1.8%	-0.1%	5.1%	5.9%
Benchmark	-0.8%	-8.1%	-19.8%	-20.1%	-6.1%	-2.3%	-0.6%	4.2%	5.9%
Caja	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Oro	-2.0%	-6.5%	-9.2%	-7.4%	2.7%	5.2%	-0.5%	12.1%	13.1%

Resultados al 31 de octubre de 2022

*Anualizado ** Desde 2001

Way to go¹

¿Cuánto más subirán las tasas de interés en Estados Unidos? ¿Cuán profunda será la recesión? No se sabe. Tampoco lo sabe Jerome Powell, el hombre a la cabeza del Fed, banco central de ese país. Estamos en una etapa de desaceleración de un clásico ciclo económico con alta inflación, en el que las autoridades económicas tienen como objetivo evitar que ésta siga subiendo y genere más daño. Algo que no veíamos desde las recesiones de los 80s y que es complejo asimilarlo al mundo de hoy, donde ya se dieron dos revoluciones “industriales” (tecnológica y digital) y la manera en que funciona el mundo ha cambiado significativamente. Aun así, ya que “la historia no se repite, pero sí rima”, lo que sucedió hace cuatro décadas puede ser útil para el análisis actual.

Tanto en ese entonces como ahora estaba presente una alta inflación, una crisis energética y tensiones geopolíticas globales, aunque algunos actores han cambiado o se han agregado. Una lección que dejó la crisis económica global de fines de los 70s y principios de los 80s es que, aunque el máximo de la inflación (14% anual) se alcanzó hacia mediados de 1980- la tasa de interés no comenzó a bajar sostenidamente sino hasta un año después. Si bien los tiempos pueden haber cambiado -por el aumento en la velocidad de transmisión- de ello se desprende que hasta que no se vean signos claros de anclaje en las expectativas inflacionarias, primero, el Fed no cambiará de postura y luego, las tasas se mantendrán altas.

Por otro lado, al comparar la magnitud del ajuste monetario, en los 80s se partió el alza de tasas de interés de referencia en Estados Unidos (*Fed Funds Rate*) desde alrededor de 4% para llegar hasta un 20%, mientras en el ciclo actual inició en 0.25% y hasta el momento ha subido a 4%. No obstante, esto no significa que debiera esperarse llegar a tasas de ese entonces, ya que mientras hace cuarenta años las alzas fueron de 4 veces la tasa de partida, ahora ha sido de 16 veces. Esto tiene sentido dado el nivel de la ultra expansión monetaria sin precedentes a la que llevó el shock COVID y de ahí que cabe tener en cuenta que en esta ocasión también se está dando el ajuste cuantitativo (*quantitative tightening*, QT) para revertir la inyección de liquidez cuyo origen fue la gran crisis económico-financiera 2008-2008 (*quantitative easing*, QE).

La historia rima y la desaceleración actual, con alta inflación, se asemeja a la recesión de los 80

Si las expectativas de inflación no se anclan, se mantendrá la postura monetaria contractiva y las tasas altas

El rango de tasas de referencia ha aumentado 16 veces en el ciclo de ajuste actual, versus 4 veces en los 80s

¹ Camino por recorrer. Canción de la banda electrónica australiana *Empire of the Sun*.

En cuanto a mercados, en los 80s, de máximo a mínimo, el S&P 500 cayó aproximadamente 25%, en veinte meses. Esta vez, del *peak* post pandemia (fines de 2021) ha llegado a un mínimo, también con una caída de 25%, pero sólo en nueve meses.

La caída del mercado ha sido similar en magnitud, pero más rápida que los 80s

La inflación en Estados Unidos ha dejado de acelerarse, pero no cede aún, permaneciendo en más de 8% anual desde febrero de este año, mientras que la inflación subyacente tampoco ha logrado bajar de 6% anual sostenidamente. Las lecturas del deflactor del consumo (PCE *deflator*) medida de lo que pagan los consumidores norteamericanos por los bienes y servicios, sube en torno a 0.6% mensual y no baja del 6% anual desde fines del año pasado. Si tenemos en cuenta que el objetivo de largo plazo del Fed es de 2%, en los meses siguientes el aumento de este indicador debiera ser menor a 0.4% mensual en promedio para que a mediados del 2023 se vaya acercado a ese nivel. A ello se suma que el mercado laboral muestra resiliencia, ya que la creación de empleo se mantiene robusta y el desempleo sigue por debajo de 4% (3.7%). Debido a esta inercia de la inflación, el Fed podría llegar a subir la tasa de interés hasta alrededor de 5%.

La inflación de EE.UU. ha dejado de acelerarse y el mercado laboral muestra resiliencia, dando pie a aumentos de la tasa de referencia hasta ~5%

No obstante, no se vislumbra un colapso económico (al menos generalizado) a nivel macroeconómico ni corporativo. Sí recesiones poco profundas o desaceleraciones en diferentes países. El mayor riesgo es que esto se alargue en el tiempo y genere una recesión de crecimiento que vaya dañando lenta pero profundamente los fundamentos y el empleo. En Estados Unidos las estimaciones de crecimiento de utilidades corporativas se mantienen resilientes.

El mayor riesgo es que la desaceleración se alargue y genere una recesión de crecimiento

Pasando al otro polo/potencia global, China es también otro gran tema. Se espera una importante desaceleración de la economía a un crecimiento de 3% o menor para este año y hay grandes dudas si podría crecer más de 4% el 2023. El impacto de la política cero COVID, los ruidos regulatorios e intervencionismo estatal y un poder político concentrado en Xi Jinping como líder supremo han afectado fuertemente la confianza económica de ese país. En principio, luego del vigésimo Congreso del Partido Comunista de octubre, no hubo señales de mayores cambios en la conducción política, económica y sanitaria (salvo la repetida frase sobre la importancia que el gobierno le da a la economía y comunicaciones y rumores poco claros sobre que se flexibilizarían las restricciones de movilidad). Aunque se especula que se relajarían en alguna medida las restricciones, la visibilidad respecto de China es mínima y la incertidumbre creciente.

En China, el crecimiento se desacelera, la visibilidad es mínima y la incertidumbre es creciente

Prevalecen los riesgos geopolíticos, conforme las tasas de interés en Estados Unidos se acercan a máximos, el dólar sigue fortaleciéndose y no habría razones para que esto cambie, en el mediano plazo. Más bien el riesgo sistémico está bajo control y la salud de los sistemas financieros también.

Prevalecen riesgos y el dólar seguiría fortaleciéndose, pero la salud financiera está bajo control

Los mercados accionarios vienen incorporando el deterioro económico global desde principios de este año y los precios de ciertos activos de riesgo lucen atractivos. Por otro lado, la renta fija muestra rendimientos atractivos, más un potencial de ganancias de capital en el mediano/largo plazo cuando comience un nuevo ciclo de bajas de tasas de interés. De ahí que se favorece comenzar a aumentar moderada y gradualmente la asignación en acciones, aunque aún subponderadas, a costa de bajar una parte de caja y manteniendo la renta fija neutral.

Se aumenta la asignación en acciones, pero aún subponderada, se financia con una menor posición en caja y se mantiene la renta fija neutral

Asignación de activos – noviembre 2022

TAACo Global	Bench.	Octubre	Noviembre	OW / UW	Cambio		
Acciones	50%	45%	48%	UW	-2%	3.0%	+
Renta Fija	50%	50%	50%	N			
Caja		5%	2%	OW	2.0%	-3.0%	-
Oro				N			
Total Cartera							
Europe ex UK	13.1%	10.5%	10.5%	UW	-2.6%		
Europe Small Cap ex UK	1.4%			UW	-1.4%		
UK	2.9%	2.9%	2.9%	N			
US Large Cap Growth	14.3%	16.3%	16.3%	OW	2.0%		
US Large Cap Value	15.7%	18.5%	18.5%	OW	2.8%		
US Small Caps	4.1%	5.1%	5.1%	OW	1.0%		
Japan	4.8%	1.8%	1.8%	UW	-3.0%		
Mercados desarrollados	56.3%	55.1%	55.1%	UW	-1.2%		
LatAm	4.1%	7.3%	7.3%	OW	3.2%		
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.7%	N			
China	11.8%	11.8%	11.8%	N			
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	14.5%	UW	-2.0%		
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	4.0%	N			
EM Europe and Middle East	6.6%	6.6%	6.6%	N			
Mercados emergentes	43.7%	44.9%	44.9%	OW	1.2%		
Total Acciones	100.0%	100.0%	100.0%				
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	11.3%	N			
US TIPS	1.4%	2.0%	1.5%	OW	0.1%	-0.5%	-
US Mortgages	7.9%	9.5%	9.5%	OW	1.6%		
US Corps	7.1%	10.0%	10.5%	OW	3.4%	0.5%	+
US High Yield	1.7%	1.7%	1.7%	N			
Europe Broad	19.7%	13.0%	13.0%	UW	-6.7%		
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.7%	N			
Japan Broad	7.9%	3.4%	3.4%	UW	-4.5%		
Deuda desarrollados	57.7%	51.6%	51.6%	UW	-6.1%		
EM Sovereign IG	4.1%	4.1%	4.1%	N			
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	6.0%	N			
EM Corporate IG	3.6%	6.5%	6.5%	OW	2.9%		
EM Corporate HY	6.4%	9.6%	9.6%	OW	3.2%		
EM Local Markets	22.2%	22.2%	22.2%	N			
Deuda emergente	42.3%	48.4%	48.4%	OW	6.1%		
Total Renta Fija	100.0%	100.0%	100.0%				

Se aumenta posición en acciones manteniéndolas UW, se conserva neutral en bonos, y se reduce la exposición a caja

Se mantiene UW en Europa

US: se mantiene el OW en Large Cap Growth, Value y Small Caps

Se mantiene UW en Japón

Se mantiene el OW en Latam

Se mantiene la posición neutral en China

UW Asia EM ex China

Neutral EMEA

Neutral Treasuries

Se reduce OW TIPS

OW en US Mortgages

Se aumenta OW US IG

Neutral US HY

Neutral Europa HY

UW bonos europeos y japoneses

Se mantiene el OW Emergentes

OW en corporativos IG y HY

Este mes se reduce la sub ponderación en renta variable a costa de disminuir la asignación en caja y se mantiene la posición neutral en renta fija. En renta fija se sigue aumentando la duración, dado que las tasas de interés globales estarían llegando a sus máximos del ciclo.

En la cartera accionaria se mantiene la preferencia por acciones de alta calidad, valorizaciones atractivas y mercados rezagados, con sobre ponderaciones en Estados Unidos y América Latina. Se favorecen los bonos corporativos estadounidenses y emergentes, tanto *Investment Grade* como productos de *spread*. Se redujo la exposición a TIPS (bonos indexados por inflación) dado que la inflación estaría en máximos y ello se asignó a bonos *Investment Grade*.

Renta Variable

Europa ex UK: se mantiene el *underweight* en *Large Cap* y *Small Cap*

El invierno se acerca y la crisis energética se hace cada vez más desafiante para el Viejo Continente, entre los más golpeados por este ciclo de desaceleración global, con un crecimiento estimado de 0.5% para 2023 y altas probabilidades de una recesión en los próximos doce meses. Actualmente la carrera para asegurar el abastecimiento de energía tiene a los gobiernos en los procesos de compras de gas, lo que implica que los precios de la energía podrían encarecerse aún más e incrementar las presiones inflacionarias.

El BCE sigue en su trayecto de alzas de tasas de interés y retiro de los estímulos monetarios cuantitativos para hacer frente a la inflación. La inflación anual marca casi 11% y los precios al productor récords en décadas, con aumentos de más de 40% en doce meses. La tasa de interés de referencia pasó de un nivel negativo (-0.5%) a mediados del año pasado a 1.5% actualmente.

Nos mantenemos cautelosos en cuanto a las acciones europeas, ya que la crisis energética y la guerra tendrán consecuencias no sólo cíclicas, como lo que estamos viendo actualmente, sino también estructurales. La transición a energías renovables no es sólo una alternativa, sino que una necesidad de urgencia, así como otras medidas que le permitan la autosuficiencia en el menor tiempo posible. Asimismo, las tensiones y geopolítica de este año implicarán mayores gastos fiscales también en lo referente a defensa y protección geográfica y digital/informática.

Si bien las acciones europeas se ven baratas respecto de las norteamericanas, los fundamentos europeos son más débiles y queda por ver cómo se adapta la economía y el sector corporativo a los cambios mencionados. Por eso se **mantiene el *underweight* en acciones europeas.**

Reino Unido: se mantiene asignación en neutral

Menos de 45 días en el cargo de primer ministro marcaron el paso de Liz Truss por *Downing Street*, luego que su plan económico de alto gasto y agresivos recortes de impuestos desataran una crisis en los mercados financieros británicos. Entre los más afectados estuvieron los fondos de pensiones, muchos endeudados, que tuvieron que lidiar con fuertes caídas en los valores de los *Gilts* (bonos del gobierno) y se vieron obligados a vender. Truss dio marcha atrás con las medidas, pero el mes pasado se vio obligada a renunciar y los mecanismos del sistema parlamentario inglés donde actualmente los conservadores tienen la opción de volver a nombrar al líder del gobierno, se pusieron en marcha y se eligió a Rishi Sunak como nuevo primer ministro del Reino Unido.

A partir de entonces se registró cierta estabilización del mercado inglés, en el que la libra esterlina, luego de tocar un mínimo de USD 1.06/GBP se recuperó a USD 1.15 y el índice accionario FTSE terminó cerrando octubre con un alza de 6% en dólares. El FMI proyecta un crecimiento de 0.3% para esta economía el próximo año; con una inflación de más de 10% anual. El Banco de Inglaterra sigue firme en su ritmo de alzas de la tasa de interés de referencia desde 0.10% a fines del año pasado a 3% actualmente.

Las acciones británicas lucen baratas respecto de sus pares en Europa continental con una razón precio/utilidad proyectada de menos de 9 veces versus 12 veces. No obstante, la alta inflación, un ajuste monetario que afectará la actividad, inestabilidad por la crisis energética y remanente inestabilidad política nos lleva a mantener una posición neutral en este mercado accionario hasta observar señales de mayor estabilidad.

Estados Unidos: Se mantiene la sobreexposición a acciones estadounidenses *Large Cap Value*, *Growth* y *Small Caps*

La economía aún muestra fortaleza desde el consumo, mientras que el mercado laboral sigue sin exhibir señales claras de ser afectado en forma significativa por el ajuste monetario, y la inflación ya habría tocado un *peak* pero se mantiene elevada sin señales concretas de ceder.

La inflación *headline* -o total- disminuye y se desacelera por tercer mes consecutivo (8.2% interanual en septiembre) Sin embargo, la inflación subyacente continúa al alza y sube a 6.6%, mientras que la inflación implícita en las curvas de tasas de interés aumentó durante octubre y se aleja de su convergencia hacia 2% (*breakevens* de 5 y 10 años se ubican en 2.67% y 2.53% respectivamente), dando así señales de una inflación más persistente y que aún no se encontraría bajo control, por lo que el ajuste monetario del Fed continuará.

Bajo este contexto inflacionario, en la reunión de política monetaria de noviembre el comité decidió subir la tasa de referencia en 75 pbs., alcanzando así un nivel de 4% y significando la cuarta alza de esta magnitud consecutiva. Por su parte, en su discurso, el presidente del Fed, Jerome Powell, mantiene su postura *hawkish* de los últimos meses y reafirma su compromiso de continuar con las alzas de tasas hasta que la política monetaria muestre señales de ser lo suficientemente contractiva, en busca de alcanzar la inflación objetivo del 2%. Para alcanzar este objetivo, Powell considera que lo más probable es que la tasa de referencia deberá llegar a un nivel más alto de lo estimado en la reunión de septiembre, sin embargo, también espera que se reduzca la magnitud de las alzas en las siguientes reuniones, internalizando un alza de 50 pbs. en diciembre. Con esto, el mercado estaría esperando que la *Fed Funds Rate* (FFR) se ubique en 4.5% al cierre de 2022, desde 0.25% a inicios de 2023, reflejando el mayor ajuste monetario en menor tiempo de la historia.

La curva de tasas de interés de los bonos del Tesoro ha continuado en el último mes con el *bear flattening* -alzas mayores en plazos más cortos- y se ha mantenido altamente volátil profundizando la inversión en el tramo 2-10 años. Es más, la inversión de la curva llegó a niveles no observados en cuatro décadas, con una diferencia de 58 pbs. entre la tasa del bono a 2 y 10 años principios de noviembre, dando cuenta del creciente temor del mercado a que el ajuste monetario provoque una recesión. Luego de un mensaje *hawkish* por parte del Fed en la reunión de noviembre, el mercado proyecta que la FFR llegue hasta un *peak* de 5% durante el próximo año.

En octubre, el desempeño de las acciones estilo *Value* y *Small Caps* superó el de las *Growth*. Este último tipo de acciones continúa mostrando un rezago de largo plazo, siendo más vulnerable a cambios en las tasas de interés y con mayor exposición a sectores como tecnologías de la información y consumo discrecional. El escenario económico continúa desafiante y la probabilidad de recesión ha seguido aumentando, por lo que se opta por favorecer las acciones de calidad – *Quality factor*- las que se caracterizan por sus fundamentos positivos: bajo endeudamiento, alto ROE y crecimiento estable de utilidades, ofreciendo una atractiva relación riesgo/retorno y exposición al segmento “tradicional” del sector tecnológico.

Por su parte, el positivo desempeño accionario de octubre presionó en algo las valorizaciones, pero la razón precio/utilidad a doce meses (*P/U fwd.*) continúa transando con descuento respecto al promedio de 5 años, tanto para las acciones *Value*, como las *Growth* y *Small Caps*. Dentro de estas, destacan las *Small Caps* que transan en torno a una desviación estándar bajo su promedio. A nivel sectorial, real estate, materiales y servicios de comunicación lucen con mayores castigos, destacándose a energía y *utilities* como los sectores con mayores correcciones al alza en las estimaciones de crecimiento de utilidades, mientras que materiales tiene las mayores correcciones a la baja.

Con respecto a los reportes corporativos del tercer trimestre, ya han reportado casi el 90% de las empresas del S&P 500, nuevamente con sorpresas positivas y utilidades creciendo ~3%. Por sectores, ya se conoce la totalidad de los resultados del sector financiero y real estate, mientras que consumo discrecional es la industria con un menor porcentaje de empresas que han reportado a la fecha (~71%). Destaca el crecimiento de las utilidades del sector energético alcanzando casi un 150% interanual, con sorpresas positivas y en línea el alza en los precios. A su vez, las utilidades se expanden en consumo discrecional, real estate, y el sector industrial, entre otros. Por último, destaca el retroceso de las utilidades en el sector de comunicaciones en torno a 20%, con perspectivas más deterioradas.

En la medida que se llevan a cabo las elecciones *midterm* (a mitad de mandato), aumentó la probabilidad de que el Partido Republicano se quede con el control tanto del Senado como de la Cámara de Representantes. La brecha en

las encuestas entre demócratas y republicanos se ha ampliado, impulsando la probabilidad de un *red wave*. Si bien el mercado tomaría como una señal positiva el triunfo republicano, en la medida que las leyes aprobadas serían más cuidadosas con las cuentas fiscales, en línea con el comportamiento histórico el mercado se ha mostrado más volátil, lo que se revertiría luego de conocer el resultado de las elecciones. Lo anterior, despejaría parte de la incertidumbre política y revelaría la preferencia actualizada de los votantes estadounidenses.

En el contexto actual se privilegia mantener acciones de mayor calidad y las que aún muestran rezago de largo plazo y valorizaciones atractivas como las *Value*. Las acciones tipo *Growth* podrían beneficiarse de un ambiente de recesión en el cual se establezcan y comiencen a caer las tasas de interés. También, dado el significativo descuento en valorizaciones y fundamentos corporativos en general positivos, se decide mantener el *overweight* en *Small Caps*.

Japón: Se mantiene el *underweight* en acciones japonesas

Las perspectivas económicas de Japón continúan desfavorables, y su sesgo manufacturero lo hace especialmente vulnerable a la actividad económica global. Los reportes corporativos del tercer trimestre han venido reflejando esto, las utilidades de Japón se han contraído, sin casi presentar sorpresas.

Si bien la producción industrial y las ventas minoristas siguieron avanzando en doce meses en septiembre, en 9.8% y 4.5% respectivamente, el sector industrial retrocedió con respecto a agosto 1.6%, mostrando la primera caída mensual luego de tres meses de alzas. Esto se debió principalmente a un deterioro en el desempeño del sector automotriz. Los indicadores líderes PMI de servicios y manufacturas se mostraron prácticamente sin cambios en octubre, en 53.2 y 50.7 pts. respectivamente. La encuesta del sector manufacturero mostró volúmenes de producción contrayéndose, producto de condiciones de demanda debilitada.

En cuanto a política monetaria, la inflación se ubicó en 3% anual en septiembre, aún sin mostrar las presiones inflacionarias observadas en sus pares desarrollados. La inflación subyacente se aceleró en setiembre hasta 1.8% en doce meses, ubicándose en máximos desde 2015, pero aún en niveles muy acotados, lo que caracteriza a la economía japonesa. En este contexto, el Banco Central de Japón mantiene su postura monetaria expansiva, sin variar la tasa de referencia desde su nivel que mantiene desde 2016 (-0.1%). Esta postura continuaría hacia adelante, ampliando el diferencial de tasas con EE.UU., y aumentando la presión sobre el yen, que ya se ha depreciado ~22% en lo corrido del año.

Con respecto al sector corporativo, los estimados de utilidades siguen corrigiéndose a la baja y en el último mes se han recortado en 1.8% y 2.3% para este año y el próximo respectivamente. Si bien las valorizaciones lucen descontadas con respecto a su historia, no se ven particularmente baratas comparadas con otras economías avanzadas y los flujos continúan saliendo de ETFs y fondos en el último mes.

Si bien en cierta medida las acciones japonesas funcionan como refugio ante eventos de mayor aversión al riesgo, los fundamentos económicos y corporativos se deterioran, el índice accionario presenta una alta exposición a consumo discrecional y tecnología, lo que nos lleva a mantener la subexposición a acciones japonesas para favorecer regiones y/o países donde hay mejores perspectivas y potencial de capturar valor.

Acciones Emergentes: Se mantiene la posición neutral en China, la sobreexposición en LatAm, el *UW* en Asia EM ex China y el neutral EMEA

Durante octubre, se observó un retorno del apetito por riesgo con retornos positivos en algunas regiones. Dentro de éstas destaca América Latina y los países desarrollados, mientras que el resto de los países emergentes mostraron un desempeño más acotado o negativo en el caso de China. En este contexto, **se mantiene el *OW* en América Latina**, cuyas valorizaciones continúan atractivas y disminuyó en algo el riesgo político. Por el lado de **China**, continúan focos de incertidumbre tras el desenlace del Congreso del Partido Comunista, llevándonos a **mantener la posición neutral** a modo de cautela. Con respecto a **Asia EM ex China**, **se mantiene el *UW*** favoreciendo economías exportadoras de *commodities* y con subexposición en países con peores perspectivas económicas. Por el lado de **EMEA**, **se mantiene**

el **neutral** con una sobreexposición en países exportadores de *commodities* con favorable posición fiscal y bajas presiones inflacionarias.

América Latina: Se mantiene el *overweight*

A pesar de que Latinoamérica se mantiene como la región de mejor desempeño en lo que va del año, persiste con un rezago relevante de mediano y largo plazo respecto a índices globales, sin recuperar sus niveles de prepandemia. Asimismo, las valorizaciones persisten con un descuento relevante, transando en torno a mínimos históricos. A su vez, el precio de las materias primas tendría soporte estructural beneficiando a la región, junto a bancos centrales que iniciaron adelantadamente el ciclo de alzas de tasas, el cual revertiría el próximo año. Con esto, se decide **mantener la sobreexposición en la región.**

El en caso de **Brasil**, el mercado laboral mantiene su fortaleza con la creación de 278,000 empleos y la tasa de desempleo de septiembre cayendo a 8.7%, el menor nivel desde junio de 2015, mientras que el PMI de servicios de octubre avanza en terreno de expansión económica hasta 54 pts. Por otra parte, la inflación mantiene la tendencia de desaceleración producto de los recortes de impuestos en combustibles, siendo 7.2% interanual en septiembre, provocando que el Banco Central mantenga su decisión de mantener la tasa Selic en 13.75%, sin realizar cambios por segunda reunión de política monetaria consecutiva, estimándose que continúe constante hasta mediados del próximo año, cuando podría comenzar un periodo de recortes de tasas. En el plano político, en las elecciones presidenciales triunfó el expresidente Lula Da Silva por un margen bastante más estrecho al esperado (menos de 2 puntos porcentuales), lo que junto al incremento de los partidos de derecha en la composición del Congreso reafirman que en el próximo gobierno primará la moderación y no podrán aprobarse reformas muy radicales. Ante esto, el mercado ha reaccionado positivamente, con una apreciación en el real brasileño de 2.3% en lo que va de noviembre junto desempeño de 4.5% en USD del Bovespa en el mismo periodo. A su vez, se registraron entradas de flujos a fondos e ETFs por ~2.7% del total de activos gestionados en octubre. Finalmente, respecto a valorizaciones, se mantienen en niveles atractivos con la razón P/U *fwd*. Y razón precio/valor libro (P/VL) bajo sus promedios en términos absolutos - y relativos a la región en el caso de la primera. Dado lo anterior, con beneficioso resultado electoral, perspectivas positivas de la economía, valorizaciones en niveles atractivos y con flujos relevante entrando al país, **se decide aumentar la sobreexposición a acciones brasileñas.**

La economía de **México** sorprendió positivamente con el PIB del tercer trimestre y la producción industrial de agosto creciendo 4.2% y 3.9% interanual respectivamente. Por su parte, la inflación de septiembre sorprendió a la baja manteniéndose constante en 8.7% interanual, pero dado el elevado nivel, Banxico elevó la tasa de política monetaria en 75 pbs. hasta 9.25%, y se espera otra alza de igual magnitud en la reunión de noviembre. Asimismo, en octubre se apreció el peso mexicano 1.7%, mientras que hubo entradas de flujos a fondos e ETFs por ~0.5% del total de activos gestionados. Por otra parte, dada la tendencia hacia la desglobalización, el país tiene un soporte estructural de *nearshoring* (trasladar parte de la producción a otro país con menores costos y cercanía geográfica), que según estimaciones de BofA si el país capitaliza las oportunidades de *nearshoring*, las exportaciones podrían aumentar en un 9% del PIB. Lo anterior, también ha mejorado la relación comercial con EE.UU., ejemplo de esto es que México se mantuvo como primer socio comercial de Estados Unidos en el intercambio de productos, sin incluir servicios, en septiembre de este año. En cuanto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd*. como P/VL se encuentran bajo el promedio en términos absolutos. Bajo este contexto de buenos niveles de actividad junto a un soporte estructural y valorizaciones atractivas, se decide **mantener la sobreexposición en acciones mexicanas.**

Por el lado de **Chile**, el proceso constitucional continúa a través de las negociaciones entre los partidos políticos, destacando que ya se acordaron 12 bases institucionales y se optó por crear un organismo (Comité de admisibilidad) para que garantice el cumplimiento de estos mínimos constitucionales, demostrando que dentro de la discusión por la nueva constitución aún prima la moderación. A su vez, se mantiene el mayor apoyo a que el mecanismo para escribir la constitución sea una convención mixta, con convencionales elegidos, pero en conjunto con un comité de expertos. Adicionalmente, el gobierno presentó el proyecto de reforma de pensiones, el cual mantiene un componente de capitalización individual y le agrega un porcentaje (6%) para un pilar de reparto, pero tendrá que ser

discutido en el Congreso, que dado su composición debería moderar el proyecto. En el lado económico, la actividad económica vuelve a sorprender al alza, pero mantiene su tendencia de desaceleración presentando la primera contracción interanual en septiembre desde febrero de 2021 (-0.4%). Por otra parte, la liquidez (M1 promedio) de la economía mantiene una marcada tendencia a la baja, llegando en septiembre a niveles similares a aquellos de agosto 2020 previo al primer retiro de las AFPs, disminuyendo la presión en el sector de consumo e inflación. De esta forma, la inflación de octubre vuelve a desacelerarse siendo 12.8% a doce meses, bajo el consenso de mercado. Hasta el momento, los inversionistas le han creído al Banco Central y esperan que la tasa de referencia permanezca en 11.25%, al menos hasta el primer trimestre del próximo año. Respecto a valorizaciones, las razones P/U *fwd.* y P/VL permanecen en niveles atractivos ubicándose bajo su promedio, en términos absolutos y relativos a la región – la primera por más de 2 desviaciones estándar. Bajo este contexto de menor incertidumbre local y mejora en la actividad económica de este año, se decide **mantener la sobreexposición en acciones chilenas.**

La economía de **Colombia** aún demuestra un nivel robusto con la actividad económica de agosto creciendo 8.6% en doce meses, superando las expectativas del mercado, mientras que el mercado laboral continúa con fortaleza luego de que la tasa de desempleo urbano de septiembre cayera hasta 10.5%. Sin embargo, la inflación no da señales de ceder llegando hasta 12.2% interanual, un máximo de 23 años. Ante esto el Banco de la Republica elevó su pronóstico de inflación para este año a un 11.3% desde el 9.7% previo, y se espera que la entidad monetaria continúe con el agresivo ajuste monetario y la tasa de política monetaria termine el año en torno a 11.75% desde el 11% actual. En el comercio internacional, el petróleo (Brent) -principal exportación del país- incrementó su valor 8.3% en octubre, mientras que las exportaciones totales ya superaron el nivel alcanzado en todo 2021, tras crecer 51.7% interanual en septiembre. Por el lado político, luego de varias semanas de discusión y modificaciones impulsadas por la oposición, el Congreso aprobó la reforma tributaria que buscará recaudar 1.2% del PIB desde 2023. Por otra parte, el peso colombiano fue la moneda de peor desempeño en la región tras tener una depreciación de 6.6%, afectado por el contexto global de fortaleza del dólar dada su posición vulnerable de tipo de cambio por su elevado déficit de cuenta corriente. Respecto a valorizaciones, permanecen en niveles atractivos tanto en términos absolutos como relativos a la región. Bajo este escenario de valorizaciones atractivas y buenos niveles de actividad, pero contrastado con alta incertidumbre política junto a una complicada situación fiscal, se decide **mantener neutral la exposición en acciones colombianas.**

En el caso del **Perú**, la economía mantiene la tendencia de desaceleración creciendo en agosto 1.7% en doce meses, mientras que avanza el deterioro en el mercado laboral con la tasa de desempleo de septiembre subiendo hasta 7.7%. Por otra parte, la inflación ha mostrado leves señales de desaceleración, pero permaneciendo en niveles muy elevados, siendo en octubre 8.3% interanual, por lo que el mercado no descarta que el Banco de la Reserva vuelva a elevar en 25 pbs. la tasa de referencia hasta 7.25% en la próxima reunión de política monetaria. En el escenario político, persiste una tensa relación entre el ejecutivo y el Congreso, donde actualmente el mandatario tiene 6 investigaciones en su contra y congresistas de oposición tratan de juntar las firmas necesarias para realizar una tercera moción de vacancia presidencial. En comercio internacional, las exportaciones del sector minero se contrajeron 12.4% interanual en agosto – considerando una caída de 7% en exportaciones de cobre en dicho periodo. Asimismo, el precio del cobre – una de las principales exportaciones del país – cayó 1.1% en octubre y acumula una caída de 24.5% en lo que va del año. Por otra parte, se registraron salidas netas de flujos a fondos e ETFs por ~1.1% del total de activos gestionados en octubre. Respecto a valorizaciones, tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL transan bajo su promedio en términos absolutos y relativos a la región. En base a lo anterior, con valorizaciones atractivas, pero contrastado con un complejo escenario político que genera problemas de gobernabilidad que afectan la inversión y perspectivas negativas para el cobre, se decide **mantener el *underweight* en acciones peruanas.**

Por el lado de **Argentina**, aunque la actividad económica de agosto sorprendió positivamente (6.4% interanual), se estima que ya habría llegado a un *peak* de crecimiento y que la actividad se deterioraría por el resto de 2022. Por su parte, la inflación mantiene la tendencia al alza llegando a 83% a doce meses (6% mensual) en septiembre y se estima que pueda para fines de 2022 pueda superar el 100% interanual, dada la expansión en la base monetaria que se ha incrementado 32.4% en los últimos doce meses. Ante esto, el gobierno creó un nuevo programa (Precios justos) con

el fin de “fijar el precio” de una canasta de 1500 productos por 120 días, en donde no podrán elevar los precios más de 4% respecto al mes previo. En comercio internacional, el precio de la soja -una de las principales exportaciones del país- tiene una tendencia a la baja cayendo 14.1% en los últimos 3 meses. Además, sin el tipo de cambio para exportadores de soja (dólar soja), las exportaciones del *commodity* cayeron 85% respecto a septiembre y 49% menos que en octubre de 2021. Adicionalmente, se creó otro tipo de cambio: el dólar turista, permitiendo que los turistas puedan acceder al tipo de cambio paralelo (Blue) al pagar con tarjetas de crédito. Si bien esta medida es positiva para atraer mayor turismo al país, no afectará el nivel de las Reservas Internacionales Netas -el cuál deben tratar de incrementar para cumplir con las metas del FMI. Bajo este escenario de condiciones macroeconómicas complejas y problemas de gobernabilidad, se decide **mantener el *underweight* en acciones argentinas.**

China: Se mantiene la posición neutral

El Gobierno declaró su adhesión a la política cero COVID, lo que arriesga la recuperación económica. Recientemente, se anunció una cuarentena de siete días Zhengzhou, donde se encuentra la mayor planta de producción de iPhone de Foxconn. Actualmente, más de 200 millones de personas en China se encuentran bajo algún tipo de cuarentena, mientras que la vacunación continúa en bajos niveles y alrededor de 20 millones de personas sobre los 60 años no cuentan con ninguna dosis. Sin embargo, luego de eso se conoció un plan del gobierno para comenzar a relajar las medidas para aerolíneas que ingresan a China con pasajeros contagiados de COVID, dando señales del comienzo del relajo de la política cero COVID, pero sin certezas, y teniendo un impacto muy positivo en los mercados.

Con respecto a la política, el desenlace del vigésimo Congreso del Partido coincidió con el escenario base y Xi Jinping se mantuvo a la cabeza del gobierno y del partido, sin designar a ningún sucesor, como era costumbre en Congresos previos. A su vez, se blindó de su círculo más cercano y los siete miembros a la cabeza del Politburó comparten su visión política. Lo anterior añade incertidumbre a la situación política y económica de China.

El *momentum* económico continúa en terreno negativo, tanto el sector manufacturero como el de servicios, afectado de manera importante por las cuarentenas. Con respecto a la política monetaria, en su última reunión la autoridad decidió mantener las tasas de préstamos de 1 y 5 años en 3.65% y 4.3% respectivamente, y las expectativas para las próximas reuniones descartan futuros recortes, ante la debilidad de la moneda que luego del Congreso llegó a niveles no observados desde 2007.

La bolsa profundizó sus caídas en octubre, ante la elevada incertidumbre, y en lo corrido del año el índice MSCI *offshore* ha perdido más de 40% en USD. Si bien las valorizaciones lucen atractivas con respecto a su historia, y tanto la razón P/U *fwd.* como P/VL transan más de dos desviaciones estándar bajo su promedio de cinco años, al ajustar la métrica P/U *fwd.* por la tasa del bono soberano a 10 años, parte del atractivo se disipa. Las expectativas de utilidades continúan corrigiéndose a la baja y a pesar de las valorizaciones atractivas, lo nublado del panorama lleva a **mantener la posición neutral.**

Asia Emergente ex China: Se mantiene el *UW*

Durante octubre, los mercados de Asia Emergente mostraron retornos más acotados que otras regiones, destacando la caída en Taiwán. La política monetaria continúa con el ajuste monetario, con comunicados que mantienen un sesgo contractivo para futuras reuniones, pudiendo golpear la actividad económica. Si bien la crisis energética en Europa sería menos profunda que lo esperado, se mantiene el *call* en países exportadores de *commodities* por el retorno a combustibles fósiles en algunos países del viejo continente. En este contexto, **se decide mantener la subexposición en Asia EM ex China.**

El mercado accionario de **India** mostró retornos positivos en octubre y el escenario económico continúa resiliente, con el PMI manufacturero y de servicios ubicándose sobre 55 pts., ambos sobre sus registros de septiembre. La autoridad monetaria se encuentra altamente comprometida a frenar la inflación, elevando la tasa de referencia en 50 pbs. en la última reunión (septiembre) y con un sesgo contractivo hacia adelante. India mantiene relaciones diplomáticas saludables con occidente, comparte el idioma con EE.UU., tiene bajos costos de producción y un

complejo y gran sector industrial, entre otros factores, que lleva a favorecer la posición en este país. Países desarrollados podrían reasignar hacia India parte de su comercio con China, ante nuevas tensiones y riesgos al alza, cuyas políticas favorecen la inversión en el país, por conceptos como el *offshoring* y *allyshoring*. Si bien sus valorizaciones lucen relativamente caras con respecto a su historia, al ajustar la razón P/U *fwd.* por la tasa del bono soberano a 10 años, dicha métrica se encuentra levemente bajo sus promedios de 3 y 5. **Dado lo anterior, se decide llevar a un OW la posición en acciones indias desde una posición neutral.**

El escenario para **Corea del Sur** continúa desalentador. Por el lado político, han aumentado las tensiones con Corea del Norte, quien lanzó 23 misiles y uno de ellos aterrizó cerca de territorio marítimo de Corea del Sur. En lo económico, el *momentum* continúa negativo con un PMI de octubre en terreno contractivo de 48.2 pts. Si bien el won coreano se ha apreciado en el margen, continúa como la moneda de Asia Emergente más depreciada en lo corrido del año, con un balance en cuenta corriente que se deterioraría alrededor de 2.5 puntos del PIB este año, pero aún en un superávit. El aumento en la Deuda Pública como porcentaje del PIB proyectado para este año y el deterioro en la posición fiscal (aumento del déficit fiscal en puntos del PIB) sobresalen al compararlo con el resto de los países emergentes. Si bien las valorizaciones lucen relativamente atractivas y transan en torno a una desviación estándar bajo sus promedios de cinco años (P/U *fwd.* y P/VL), las perspectivas de utilidad continúan corrigiéndose a la baja mientras que los flujos al ETF más representativo se mantienen planos. Con todo, **se decide mantener el UW en acciones surcoreanas.**

Por el lado de **Taiwán**, el *momentum* económico se sigue deteriorando y el PMI manufacturero de octubre (41.5 pts.) se ubicó en mínimos desde enero de 2009. Si bien el sector de servicios muestra algo más de resiliencia y el indicador líder PMI fue 50.0 pts. en octubre, justo en terreno neutral, dejó atrás las expansiones observadas entre julio y septiembre. Con respecto a las tensiones geopolíticas, China declaró este mes estar más cerca que nunca de unificar Taiwán, añadiendo incertidumbre política y económica. Por el lado del sector de semiconductores, la empresa *Taiwan Semiconductors* (TSMC) recortó su proyección de gasto de capital para 2022 en un 10% al reportar sus resultados del tercer trimestre. A pesar de sus valorizaciones descontadas con respecto a su historia, en términos absolutos se ubican en torno al promedio de pares emergentes y al ajustarlas por la tasa de los bonos soberanos a 10 años se ven menos atractivas que el resto de las economías del grupo. Por su parte, las perspectivas de utilidades continúan corrigiéndose a la baja para este y el próximo año. Con lo anterior, **se decide mantener el UW que se traía en acciones taiwanesas.**

Por el lado del sudeste asiático, **Indonesia** continuó mostrando retornos positivos en octubre y su *momentum* económico continúa al alza, con el PMI de manufacturas de octubre en 51.8 pts. La inflación de octubre comenzó a ceder y mostró una variación anual de 5.7%, mientras que el Banco Central volvió a subir la tasa de referencia en 50 pbs. en la reunión del mismo mes, dando a entender que el ajuste continuará. Sus exportaciones se concentran en carbón y aceite de palma, favorecidos por el contexto global. Con respecto a sus valorizaciones, continúan luciendo baratas en una perspectiva histórica. Por el lado de **Tailandia**, el *momentum* económico se mantiene en terreno expansivo en octubre, y si bien las valorizaciones continúan transando en torno a 1 desviación estándar bajo su promedio de cinco años, los flujos continúan saliendo en el último mes del ETF más representativo. Con todo lo anterior, se decide **mantener la sobreexposición en Indonesia y el neutral en Tailandia.**

EMEA: Se mantiene neutral

En octubre, los mercados de EMEA mostraron alzas generalizadas, con países como Turquía y Polonia exhibiendo desempeños más positivos. El sorprendente registro de actividad de EE.UU. del tercer trimestre y las señales de liberación de la política sanitaria China, impulsan al petróleo y con ello a los mercados de países del medio oriente. Por el lado de Europa Emergente, el escenario se mantiene incierto con nuevas tensiones en torno al conflicto bélico entre Ucrania y Rusia. Lo anterior, nos lleva a **mantener la exposición neutral a EMEA.**

La **economía sudafricana** continúa con *momentum* económico negativo y el PMI de octubre fue 49.5 pts. Si bien las valorizaciones lucen atractivas en perspectiva histórica, las utilidades esperadas para este año y el próximo continúan corrigiéndose a la baja, lo que nos lleva a mantener **subexposición en acciones sudafricanas**.

La **economía turca** ha seguido perdiendo *momentum* y la inflación sigue acelerándose, ubicándose en un 85.5% en octubre, mientras que el Banco Central volvió a recortar la tasa de referencia en 150 pbs. hasta 10.5%. Las valorizaciones (P/U *fwd.*) se ubican más de una desviación estándar bajo su promedio, pero al ajustarlas por la tasa del bono soberano a 10 años el atractivo se pierde. Por lo anterior, se decide mantener **la subexposición en acciones turcas**.

Se mantiene el neutral en las economías C3 (Polonia, República Checa y Hungría). Los PMIs de manufacturas de Polonia y República Checa muestran caídas de la actividad más profundas en octubre que en meses anteriores. A pesar de valorizaciones que lucen baratas con respecto a su historia, las perspectivas económicas se mantienen negativas y enfrentan altas presiones inflacionarias, en tanto los bancos centrales mantienen posturas de política neutrales para no profundizar las caídas de la actividad.

Con respecto a la economía **saudí**, en octubre el PMI manufacturero de octubre se aceleró hasta 57.2 pts., en terreno de amplia expansión económica. El mercado mostró retornos positivos en septiembre y, a diferencia del resto de los países emergentes, no enfrenta importantes presiones inflacionarias. La razón P/U *fwd.* continúa transando bajo sus promedios históricos y los reportes corporativos del tercer trimestre muestran un crecimiento en las utilidades de ~30%. En este escenario, se decide **mantener la sobreexposición a Arabia Saudita**.

Renta Fija

US Treasuries: neutral en bonos nominales y se reduce el overweight en TIPS

De acuerdo con lo comentado en el documento, el Fed continúa con su política monetaria contractiva en busca de regresar la inflación a su meta de 2%, sin embargo, aunque las proyecciones de tasas actuales se corrigieron al alza con respecto a septiembre, se espera que las siguientes alzas sean más acotadas. Bajo ese contexto, las tasas han operado al alza y el *treasury* de 10 años alcanzó un máximo de 4.24% durante octubre, mientras que el *treasury* de 2 años llegó hasta 4.72%, a la vez que la curva de rendimientos se mantiene invertida en el tramo 2-10 años. Se mantiene la alta volatilidad en las tasas, con el índice MOVE -que mide la volatilidad a través de la curva de tasas- alcanzando un máximo de 160 pts. durante el mes, nivel similar al observado durante la pandemia. Por su parte, los *breakevens* de los bonos del tesoro de 2 y 10 años, los cuales representan las expectativas de inflación, aumentaron durante octubre y se encuentran en torno a 2.5%, por sobre la meta de 2%. Dado lo anterior, a pesar del alto nivel de tasas, se decide mantener la posición neutral en *treasuries* por la elevada volatilidad en la curva de tasas. Por otro lado, se reduce el OW a TIPS, percibiendo un menor riesgo inflacionario de largo plazo.

US Mortgages: se mantiene el overweight

El Fed continúa con el ajuste monetario y las tasas de los créditos hipotecarios se han duplicado este año encareciendo el financiamiento para adquirir viviendas. Sin embargo, las perspectivas para el sector no son del todo negativas y las tasas de los créditos hipotecarios muestran las primeras caídas tras semanas de alzas, con la tasa hipotecaria a 30 años bajando de 7%, el cual se estima que estaría cercano al *peak*. Por su parte, el mercado laboral aun no muestra señales claras de ser afectado en forma significativa por el ajuste monetario, mientras que el sector financiero muestra fortaleza corporativa y las finanzas de los hogares se encuentran saludables. En este sentido, se decide mantiene el OW en *US Mortgages* por el atractivo *yield* y alta calidad crediticia.

US Investment Grade: se aumenta el overweight

En el escenario macroeconómico actual, con la probabilidad de recesión en EE.UU. en aumento, la desaceleración económica cada vez más cerca y con las tasas de los *treasuries* en niveles altos, el *Investment Grade* estadounidense se posiciona como una opción atractiva en términos de riesgo/retorno debido a su mayor calidad crediticia. Con un

yield real de 3.5% (en niveles atractivos), ofrecería mayor protección en este escenario recesivo, por lo que se decide aumentar el *OW* en *US IG*.

US High Yield: se mantienen el neutral

Bajo el mismo contexto anterior, con el riesgo de recesión en aumento se espera ampliación de los *spreads* y un aumento de las tasas de *default* en compañías estadounidenses en el segmento *US High Yield*. A partir de lo anterior, y a pesar del alto *yield* que ofrece el segmento *US High Yield*, se mantiene en neutral.

Europe Broad: se mantiene el underweight

En el caso de Europa, continúa en un escenario macroeconómico complejo. A pesar de presentar cierto alivio de la crisis energética, la incertidumbre del desarrollo de la guerra entre Rusia y Ucrania y las altas presiones inflacionarias nos llevan a mantener cautela en la región. Lo anterior, junto con una combinación riesgo/retorno poco atractiva en comparación a otras subclases de activo nos lleva a mantener la subexposición en *Europe Broad*.

Europe High Yield: se mantiene el neutral

En línea con lo descrito anteriormente, y a pesar de tener un *yield* en niveles altos cercano a los máximos de la pandemia, el contexto macroeconómico de la región nos lleva a mantener la posición neutral en *Europe HY*.

Japan Broad: underweight

El índice ofrece un *yield* real menor a cero (-0.53%), una larga duración, superior a 9 años, y un ambiente macroeconómico desfavorable. Dado esto, se mantiene la subexposición en *Japan Broad*.

Deuda Emergente: se mantiene el overweight en bonos corporativos

Por el lado de la deuda emergente, esta se mantiene como una de las alternativas más atractivas dentro la de la renta fija, ofreciendo un mayor *yield* que el mundo desarrollado y a niveles no observados desde hace más de una década. Asumiendo a cambio un mayor riesgo de crédito, sin embargo, este mantiene bajo con tasas de *default* esperadas acotadas y en línea con sus promedios históricos. En ese sentido, se favorece la deuda corporativa emergente tanto *High Yield* como *Investment Grade*, especialmente en Latinoamérica debido a su menor exposición a conflictos geopolíticos, buena salud corporativa de compañías con bajos niveles de apalancamiento y un ciclo de ajuste monetario que ya habría acabado en algunos países como Brasil y Chile, mientras que en los otros países de la región estaría cerca de llegar a su fin. En cuanto a la deuda soberana emergente, su menor calidad crediticia en el actual contexto de un escenario recesivo más probable, la hacen una opción menos atractiva en términos de riesgo/retorno frente a otras alternativas como la deuda corporativa. Por el lado de *local markets*, el dólar se muestra menos fuerte que en meses anteriores, sin embargo, el Fed planea continuar con el alza de tasas hasta el próximo año lo que dificulta tomar posición esperando una apreciación significativa de monedas emergentes. En línea con lo anterior, este mes se decide mantener el *OW* tanto en deuda corporativa *High Yield* como en *Investment Grade*, mientras que se mantiene neutral en *local markets* y deuda soberana.

Exposición a monedas – noviembre 2022

Monedas	Bench.	Octubre	Noviembre	OW/UW	Cambio	
USD	41.8%	53.3%	51.5%	OW	9.7%	-1.8%
EUR	17.5%	11.6%	11.9%	UW	-5.6%	0.3%
GBP	1.5%	1.3%	1.4%	UW	-0.1%	0.1%
JPY	6.4%	2.5%	2.6%	UW	-3.8%	0.1%
GEMs	33.0%	31.3%	32.7%	UW	-0.3%	1.3%
	100.0%	100.0%	100.0%			

El resultado de la asignación del TAACo deriva en una determinada exposición de monedas, la que, de no reflejar nuestra visión, se ajusta con posiciones largas y/o cortas. Este mes no se tomó cobertura de monedas.

Resultados TAACo Global – Octubre 2022

Clase de activo / Región	Benchmark	Compass	Over/Under	Rentabilidad mensual índices	Contribución al Portafolio		Attribution Analysis	
					Benchmark	Compass	Clase de Activo	Selectividad
Acciones	50%	45%	-5%	3.2%	1.6%	1.6%	-10.0	17.2
Renta Fija	50%	50%	0%	-0.8%	-0.4%	-0.5%	0.0	-7.8
Caja	0%	5%	5%	0.2%	0.0%	0.0%	-4.8	
Oro	0%	0%	0%	-2.0%	0.0%	0.0%	0.0	
Cobertura						0.0%	0.0	
Portafolio					1.16%	1.11%	-14.8	9.4
<i>Outperformance / Underperformance (bps)</i>								-5.5
Europe ex UK	13.1%	10.5%	-2.6%	7.5%	0.98%	0.78%	-11.2	
Europe Small Cap ex UK	1.4%	0.0%	-1.4%	8.1%	0.11%	0.00%	-6.9	
UK	2.9%	2.9%	0.0%	5.9%	0.17%	0.17%	0.0	
US Large Cap Growth	14.3%	16.3%	2.0%	4.3%	0.62%	0.70%	2.3	
US Large Cap Value	15.7%	18.5%	2.8%	11.2%	1.76%	2.08%	22.6	
US Small Caps	4.1%	5.1%	1.0%	10.2%	0.42%	0.52%	7.1	
Japan	4.8%	1.8%	-3.0%	3.0%	0.14%	0.05%	0.6	
Desarrollados	56.3%	55.1%	-1.2%	7.5%	4.20%	4.31%	14.5	
LatAm	4.1%	7.3%	3.2%	9.6%	0.39%	0.70%	20.5	
LatAm Small Cap	0.7%	0.7%	0.0%	10.5%	0.07%	0.07%	0.0	
China	11.8%	11.8%	0.0%	-16.8%	-1.98%	-1.98%	0.0	
EM Asia ex China	16.5%	14.5%	-2.0%	1.5%	0.25%	0.22%	3.2	
EM Asia Small Cap	4.0%	4.0%	0.0%	-2.3%	-0.09%	-0.09%	0.0	
EM Europe and Middle East	6.6%	6.6%	0.0%	4.8%	0.31%	0.31%	0.0	
Emergentes	43.7%	44.9%	1.2%	-2.4%	-1.04%	-0.76%	23.8	
Equities					3.17%	3.55%	38.3	
US Govt Agencies	11.3%	11.3%	0.0%	-1.4%	-0.16%	-0.16%	0.0	
US TIPS	1.4%	2.0%	0.6%	1.2%	0.02%	0.02%	1.2	
US Mortgages	7.9%	9.5%	1.6%	-1.4%	-0.11%	-0.14%	-0.9	
US Corps	7.1%	10.0%	2.9%	-1.0%	-0.07%	-0.10%	-0.6	
US High Yield	1.7%	1.7%	0.0%	2.6%	0.04%	0.04%	0.0	
Europe Broad	19.7%	13.0%	-6.7%	0.9%	0.18%	0.12%	-11.8	
Europe High Yield	0.7%	0.7%	0.0%	2.9%	0.02%	0.02%	0.0	
Japan Broad	7.9%	3.4%	-4.5%	-2.8%	-0.22%	-0.09%	8.8	
Deuda Desarrollados	57.7%	51.6%	-6.1%	-0.5%	-0.30%	-0.28%	-3.3	
EM Sovereign IG	4.1%	4.1%	0.0%	-1.3%	-0.05%	-0.05%	0.0	
EM Sovereign HY	6.0%	6.0%	0.0%	2.1%	0.13%	0.13%	0.0	
EM Corporate IG	3.6%	6.5%	2.9%	-2.4%	-0.08%	-0.15%	-4.4	
EM Corporate HY	6.4%	9.6%	3.2%	-3.3%	-0.21%	-0.32%	-8.0	
EM Local Markets	22.2%	22.2%	0.0%	-1.4%	-0.32%	-0.32%	0.0	
Deuda Emergente	42.3%	48.4%	6.1%	-1.3%	-0.54%	-0.71%	-12.3	
Fixed Income					-0.84%	-0.99%	-15.6	

*Anualizado ** Desde 2001
 Datos al 30 de septiembre de 2022.

En octubre cartera TAACo Global tuvo una ganancia de 1.1%, 5 pbs. bajo el desempeño del *benchmark*. A nivel de *attribution analysis* (i) la subexposición en renta variable restó valor, por un mejor desempeño relativo a bonos y (ii) la selección de instrumentos generó ganancias principalmente en acciones por la sobre exposición a acciones latinoamericanas y *US Large Cap Value*. En renta fija, la selectividad nos restó valor.

Desempeño histórico

TAACo Global	Desempeño								Volatilidad 5 años*
	1 mes	3 meses	YTD	1 año	3 años*	5 años*	10 años*	Desde inicio**	
TAACo	1.1%	-8.0%	-19.6%	-19.7%	-1.5%	0.2%	2.7%	6.0%	9.9%
Benchmark	1.2%	-8.8%	-22.4%	-22.7%	-2.9%	-0.9%	1.8%	4.1%	9.5%
Out/Under perf. (bps)	-5	75	278	291	144	106	99	192	
Acciones	3.5%	-8.7%	-24.1%	-24.2%	0.2%	0.4%	4.1%	3.8%	14.5%
Benchmark	3.2%	-9.5%	-25.1%	-25.4%	-0.2%	0.1%	3.8%	3.1%	14.4%
Europe ex UK	7.5%	-8.2%	-28.1%	-27.4%	-2.3%	-2.0%	2.5%	2.3%	18.8%
Europe Small Cap ex UK	8.1%	-12.7%	-35.2%	-35.9%	-1.3%	-2.3%	5.6%	8.5%	22.8%
UK	5.9%	-9.9%	-16.7%	-15.8%	-4.4%	-4.0%	-1.6%	-0.5%	18.4%
US Large Cap Growth	4.3%	-11.7%	-29.9%	-28.4%	10.9%	12.0%	13.5%	--	21.3%
US Large Cap Value	11.2%	-0.9%	-8.9%	-5.5%	5.0%	4.7%	7.4%	5.0%	17.5%
US Small Caps	10.2%	-3.0%	-16.4%	-17.5%	7.2%	5.8%	9.5%	10.7%	22.8%
Japan	3.0%	-10.9%	-25.8%	-26.3%	-5.2%	-2.9%	3.4%	0.9%	15.1%
Desarrollados	7.2%	-6.8%	-20.1%	-18.5%	6.1%	6.4%	8.9%	7.8%	17.7%
LatAm	9.6%	5.8%	5.7%	6.8%	-6.8%	-4.3%	-4.7%	5.7%	30.7%
LatAm Small Cap	10.5%	9.5%	1.2%	2.4%	-6.9%	-3.9%	-6.4%	8.3%	33.2%
China	-16.8%	-28.8%	-42.8%	-47.9%	-13.8%	-9.7%	-0.1%	8.4%	22.2%
EM Asia ex China	1.5%	-10.6%	-26.0%	-23.8%	3.5%	1.8%	4.6%	--	19.2%
EM Asia Small Cap	-2.3%	-11.6%	-30.7%	-29.5%	3.4%	-1.3%	2.3%	8.4%	19.9%
EM Europe and Middle East	4.8%	-3.0%	-34.8%	-39.0%	-9.9%	-6.2%	-6.4%	1.5%	21.3%
Emergentes	-3.1%	-14.1%	-29.4%	-31.0%	-4.4%	-3.1%	0.8%	9.6%	17.7%
Renta fija	-1.0%	-7.7%	-18.9%	-19.2%	-5.4%	-1.8%	-0.1%	5.1%	5.9%
Benchmark	-0.8%	-8.1%	-19.8%	-20.1%	-6.1%	-2.3%	-0.6%	4.2%	5.9%
US Govt Agencies	-1.4%	-7.2%	-14.3%	-14.1%	-3.6%	-0.5%	0.4%	4.3%	4.9%
US TIPS	1.2%	-8.0%	-12.5%	-11.5%	1.1%	2.2%	1.0%	5.9%	5.7%
US Mortgages	-1.4%	-9.6%	-14.9%	-15.0%	-4.2%	-1.2%	0.4%	4.3%	4.4%
US Corps	-1.0%	-9.0%	-19.6%	-19.6%	-4.2%	-0.3%	1.5%	5.9%	7.5%
US High Yield	2.6%	-3.7%	-12.5%	-11.8%	0.3%	2.0%	4.1%	9.0%	9.1%
Europe Broad	0.9%	-11.3%	-27.1%	-28.2%	-9.5%	-5.3%	-1.8%	5.0%	5.2%
Europe High Yield	2.9%	-7.0%	-24.7%	-25.6%	-5.9%	-3.5%	0.8%	9.0%	9.2%
Japan Broad	-2.8%	-11.7%	-25.4%	-26.1%	-11.7%	-5.6%	-5.3%	-0.1%	8.0%
Deuda Desarrollados [1]	-0.5%	-9.2%	-19.6%	-19.9%	-5.4%				
EM Sovereign IG	-1.3%	-9.1%	-23.2%	-22.6%	-6.1%	-1.3%	0.8%	7.4%	8.6%
EM Sovereign HY	2.1%	-4.0%	-20.6%	-21.6%	-6.6%	-4.0%	0.6%	9.0%	14.0%
EM Corporate IG	-2.4%	-6.4%	-18.4%	-18.3%	-4.1%	-0.4%	1.5%	--	5.8%
EM Corporate HY	-3.3%	-6.6%	-22.5%	-23.0%	-6.1%	-1.7%	2.3%	--	9.8%
EM Local Markets	-1.4%	-5.9%	-14.2%	-14.2%	-5.1%	-1.6%	-1.5%	--	10.8%
Deuda Emergentes [1]	-1.5%	-6.1%	-18.3%	-18.5%	-5.6%				
Caja	0.2%	0.6%	0.8%	0.8%	0.6%	1.1%	0.7%	1.7%	0.3%
Oro	-2.0%	-6.5%	-9.2%	-7.4%	2.7%	5.2%	-0.5%	12.1%	13.1%

* Anualizado ** Desde abril 2001

[1] Considera índices de elaboración propia

Valorizaciones

	P/E (x)		Div. Yield	P/Bv (x)		Earnings Growth (%)		ROE (%)	PEG (%)*
	Fwd P/E	15Y AP/E		Last P/BV	15Y A P/BV	2022e	2023e		2022e
DM	14.7x	14.9x	2.0%	2.7x	2.2x	11%	5%	17%	1.3
US	61.0	16.6x	27.0%	-0.3	3.9x	-93%	17%	-2%	-0.7
Europe	11.5x	13.0x	4.0%	1.8x	1.7x	12%	2%	12%	1.0
Japan	12.2x	14.6x	3.0%	1.3x	1.3x	-11%	2%	9%	-1.1
	36.0	9.9x	12.0%	0.0	1.5x	0%	-11%	-4%	-
EM Asia	34.0	10.2x	11.0%	0.0	1.4x	6%	-10%	-4%	5.7
CEEMEA	10.4x	9.3x	4.0%	1.8x	1.5x	-36%	5%	24%	-0.3
LatAm	7.6x	11.9x	8.0%	1.7x	1.9x	15%	-12%	21%	0.5
China	8.4x	11.5x	3.0%	1.1x	1.9x	-7%	15%	11%	-1.2
S. Korea	57.0	8.4x	9.0%	0.0	0.9x	8%	-19%	-8%	7.1
Taiwan	9.6x	14.4x	5.0%	1.9x	1.9x	-8%	-9%	21%	-1.2
India	21.0x	17.0x	2.0%	3.6x	3.1x	0%	19%	14%	-
Indonesia	14.2x	14.1x	4.0%	2.6x	3.2x	19%	5%	17%	0.7
Malaysia	13.0x	14.9x	4.0%	1.4x	1.9x	-6%	13%	11%	-2.2
Thailand	16.6x	13.4x	3.0%	2.0x	2.0x	-3%	8%	10%	-5.5
Philippines	14.0x	16.2x	2.0%	1.7x	2.5x	12%	20%	9%	1.2
S. Africa	59.0	8.1x	19.0%	0.2	1.6x	25%	-2%	-2%	2.4
Turkey	5.1x	8.0x	6.0%	1.5x	1.4x	84%	-10%	26%	0.1
Poland	6.3x	11.5x	5.0%	0.9x	1.4x	-7%	-22%	11%	-0.9
Czech R.	58.0	7.9x	24.0%	0.3	2.2x	-49%	147%	0%	-1.2
Saudi	15.4x	14.4x	3.0%	2.6x	2.1x	25%	9%	31%	0.6
UAE	12.3x	11.6x	4.0%	1.8x	1.4x	-6%	7%	14%	-2.1
Brazil	6.6x	10.7x	9.0%	1.6x	1.8x	8%	-14%	26%	0.8
Mexico	12.3x	15.0x	4.0%	1.9x	2.5x	19%	6%	18%	0.6
Chile	7.9x	15.2x	7.0%	1.4x	1.9x	100%	-20%	15%	0.1
Colombia	5.2x	13.1x	16.0%	1.0x	1.5x	33%	-10%	29%	0.2
Peru	10.0x	12.5x	5.0%	1.7x	2.8x	32%	-7%	18%	0.3

Fuente: Bloomberg, MSCI y J.P. Morgan. Datos al 26 de octubre de 2022

* PEG: PE ratio/Earnings Growth

Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass Group y/o personas relacionadas ("Compass Group"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass Group, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Group, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.